

## 第2章 韓国・台湾の短期金融市場改革

著者	伊東 和久
権利	Copyrights 日本貿易振興機構（ジェトロ）アジア 経済研究所 / Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization (IDE-JETRO) <a href="http://www.ide.go.jp">http://www.ide.go.jp</a>
シリーズタイトル	研究双書
シリーズ番号	429
雑誌名	経済発展と金融自由化
ページ	39-70
発行年	1993
出版者	アジア経済研究所
URL	<a href="http://hdl.handle.net/2344/00013290">http://hdl.handle.net/2344/00013290</a>

## 第2章

# 韓国・台湾の短期金融市場改革

### はじめに

経済発展過程において、経済構造の変化に合わせた金融システムの形成が必要なことは当然であろう。しかし、急激なマクロ経済の変化を被って初めてその必要が認識されることもしばしばである。

1986年以降の韓国においては、経常収支が大幅に黒字化し、その結果、膨大な資金の流入が生じた。この資金の流入によるインフレの発生を防ぐため韓国の通貨当局は流動性吸収のさまざまな手段を講じねばならなかった。しかし、このような事態は予測されてもおらず、また、対応できる体制にもなかった。なぜならば、恒常的な資金不足が続いてきており、しかも、中小企業部門などには、必要な要件を満たせば自動的に低利で融資される体制がとられていたからである。すなわち、資金を供給する体制になってはいたが、吸収する体制にはなっていなかったのである。結局、通貨安定証券という中央銀行債務証券を発行して流動性を吸収することによらざるを得なかった。

この過程で強く認識されだしたのは、流動性調節の場である短期金融市場育成の必要性である。短期金融市場を通じて各金融機関が資金の過不足を随時調節することができ、また、通貨当局がこの市場を通じて金融政策を行えば、円滑に流動性が調節できる。このように、この時期に至って初めて、短期金融市場育成が本格的に取り組まれるようになったといえるのである。

台湾においても、1972～73年の経常収支黒字の急増を契機として、短期金

融市場の創設がなされている。

これらの例からも明らかなように、金融における制度と市場は経済発展に対応して形成されていくのである。しかし、先進国にその模範があるとはいえ、いかなるものが現実に対応しているのかが問題である。さらに、従来からある関連分野の規制といかに調和させ、新しい事態に対応するのかが、より難しい問題として提起される。

ここでは、韓国が直面した金融改革を取り上げ、この問題を検討し、同様な状況といえる台湾と比較してみよう。

## 第1節 短期金融市場改革論議の背景

韓国は、1970年代末のスタグフレーションを契機として、80年代初めに、それまでの重化学工業化促進のための選別的信用割当政策を転換した。すなわち、種々の金融規制を緩和するとともに、商業銀行の民営化と新設(合弁銀行)、金融機関間の業務領域相互乗入れ、政策資金と一般資金貸出金利の同一化と一部金利の自由化などを図った。資金配分の割当制を弱め、金融機関間の競争を高めることによって金融市場の効率を高めることを目的としたのであったが、部分的なものにとどまらざるを得なかった。その理由は、1980年に至って、62年の第1次5カ年計画開始以来初めて4.8%というマイナス成長を記録したほか、対外債務残高が増大して82年にはGNPの56%に及ぶほどにもなるなど、80年代前半はオールラウンドな金融自由化の推進に適した経済環境とはいえなかったからである。その後、1986年に経常収支が赤字から大幅黒字に転換するにともない、海外部門を通ずるマネーサプライが、収縮要因から増加要因へと転じ、しかも急増するに及んで、金融市場では過剰流動性問題が生じた。一方、恒常的な資金不足部門である企業部門では、輸出の急伸による企業収益の著しい好転、資金余剰が生じた。それゆえ、1980年代初頭の金融自由化をさらに進める「第2ラウンドの金融自由化」<sup>(1)</sup>の好機とみ

られた。そして韓国銀行法の改正問題をはじめとして、各種金融機関の業務領域調整案、地方自治制の施行に先駆けて地方金融機関の新設案が発表された。この地方金融機関とは、都市銀行であるが中小企業専門で釜山などの主要都市に本店をおくものである。大東銀行、東南銀行の新設が、それである<sup>(2)</sup>。しかし、韓国銀行法改正は財務部と韓国銀行（韓銀）の対立が激しく、見送られる結果となった。また、もっとも重要な金融自由化のひとつである金利自由化に関しては、1988年12月5日に銀行貸出金利の自由化など、各種金融機関の与信金利の自由化と一部受信金利の自由化という形態でなされた。しかし、1989年にはいり、短期金融市場金利が上昇しはじめ、銀行貸出金利は各行にその決定がまかせられているとはいえ、再び硬直的な金利水準となった。この結果、発表どおりの金利自由化が実現したわけではないが、一歩前進したことは確かであった。このように基本的な方向としては、金融規制の緩和・自由化が漸進的には進められているが、その過程で、新たな問題が生じ、問題をさらに複雑にさせる様相となった。とくに、1986年の経常収支黒字化というマクロ経済の大きな転換以後、金融改革論議の焦点は短期金融市場に向けられ、その主要な構成主体である短期金融会社（あるいは投資金融会社、短資会社とも称する。ここでは投資金融会社と呼ぶことにする<sup>(3)</sup>）の機能改編と短期金融市場手段が韓国の金融市場の主要問題となったのである。

短期金融市場とは、換金が容易である1年未満の短期金融資産を媒介手段として、各経済主体、とりわけ政府、金融機関、企業などが資金過不足を調整する市場である。この短期金融市場を担当する金融機関としては、投資金融会社が、1972年に設立され、営業を行ってきた。以来、投資金融会社の成長は目覚ましく、1988年末の資産規模は、11兆3567億ウォンとなっており、一般銀行全体（特殊銀行を除く）の78兆6447億ウォンの約14.4%まで増大してきた（第1表参照）。資産規模のみならず、収益率も非常に高く、当然ながら、これには、短期金融市場を育成する政策による金利面での優遇政策が関係していた。

投資金融会社の機能改編問題がクローズアップされてきた理由は、銀行（通

第1表 主要金融機関資産残高推移

(単位: 10億ウォン)

	1975	1980	1985	1986	1987	1988
預金銀行	8,389.4	42,325.1	90,429.3	97,157.7	110,482.6	124,707.9
(一般銀行)	5,032.9	26,527.7	57,753.0	61,154.0	69,717.5	78,644.7
(特殊銀行)	3,356.5	15,797.4	32,676.3	36,003.7	40,765.2	46,063.2
信託勘定	244.4	2,088.2	10,301.7	14,135.1	20,090.3	29,963.5
非通貨金融機関						
保険会社	206.7	1,591.3	8,157.5	10,616.3	14,196.6	17,380.7
投資金融会社	220.9	1,214.4	4,762.0	5,624.0	7,943.3	11,356.7
総合金融会社	—	578.7	2,049.0	2,482.4	2,865.8	3,556.9
相互信用金庫	63.7	533.5	3,429.0	4,690.7	5,631.2	6,483.4
証券機関						
投資信託会社	17.5	734.5	6,006.1	8,660.8	11,048.0	15,611.3
開発機関						
韓国産業銀行	2,328.5	8,849.9	14,990.6	15,378.8	15,346.5	16,377.7
韓国長期信用銀行	53.0	450.2	1,380.5	1,763.0	2,147.8	2,585.3
韓国輸出入銀行	63.7	556.5	5,158.8	3,953.7	2,783.3	2,359.2

(出所) 中央投資金融会社『金融産業の発展課題』ソウル, 1983年, 280ページ／『調査統計月報』(韓国銀行) 各号／『保険調査月報』(韓国保険公社) 1989年1月号。

貨金融機関)の継続的なシェア低下であり、それと反対に非通貨金融機関<sup>(4)</sup>が顕著なシェア上昇を示したことである。この非通貨金融機関(第2金融圏と称されている)が資金調達手段として発行する証券投資ファンド<sup>(5)</sup>(第2表では、これを間接投資証券と表示している)の急増が目覚ましく、1988年には銀行の貯蓄預金をも凌駕するに至り、金融機関における最大の投資資産項目となった。一方、1980年代初めの「第1ラウンド」の金融自由化により、投資金融会社との金利格差の縮まった銀行の貯蓄預金、自由貯蓄預金、企業自由預金などの流動性の高い預金(決済性預金)の全預金に占めるシェアは、80年の24.9%から、88年の50.1%へと高まった。これと非通貨金融機関の流動性の高い債務を合わせたシェアは、1980年の18.2%から88年の29.7%まで高まった(第3表)。

このように銀行のシェア低下と金融機関全体で短期決済性資金のシェアが

第2表 非金融部門の資金運用構造

(%)

	1970～74	1975～79	1980～84	1985	1986	1987	1988
間接金融資産	70.7	64.9	66.1	84.0	79.2	82.9	76.3
通貨金融機関	54.2	44.4	28.6	42.3	29.8	30.5	27.0
(現金)	8.5	6.5	2.3	0.9	2.4	2.1	1.9
(要求払い預金)	11.3	6.1	3.6	2.1	3.5	1.3	3.0
(貯蓄性預金)	30.5	27.4	21.9	22.3	22.1	20.3	16.8
非通貨金融機関	16.5	20.6	37.5	41.8	49.4	52.5	49.3
(信託)	3.6	2.3	3.0	10.7	5.5	3.6	5.3
(短資)	3.4	4.1	4.8	-13.0	1.6	-0.6	-1.9
(保険・年金)	4.5	5.8	11.7	15.7	15.2	14.4	12.5
(間接投資証券)	0.1	1.9	6.7	18.4	14.9	17.5	20.4
直接金融資産	31.3	30.1	32.2	6.2	13.0	16.3	23.0
(株式)	27.3	23.0	22.4	10.1	9.9	13.0	13.6
(企業手形)	1.3	2.7	4.5	-2.7	5.1	-0.5	2.4
(会社債)	0.4	1.8	1.3	1.2	-3.3	1.1	0.6
対外資産	-2.0	5.0	1.7	9.7	7.7	0.8	0.6
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(出所) 韓国銀行「金融構造의变化와金融政策方向」(『調査統計月報』1989年3月号)。

高まるという現象が生じた理由のひとつとして、1986年以降、経常収支黒字から生じるマネーサプライを吸収するために中央銀行により発行された通貨安定証券の影響を無視することはできない。第4表は1980年以降に発行された通貨安定証券の発行高、償還高、残高を示している。これは、1984年以降、顕著に増加しており、86年以降の3年間の発行残高が特に大きな額になっていることが分かる。すなわち、1986年はM2の約14.6%、87年は約26.0%、88年は約34.7%に相当する額にのぼっており、毎年急増を続ける<sup>(6)</sup>ほど膨大な通貨安定証券を発行せざるを得ず、とりわけ、この3年間の経常収支の通貨増加への影響は大きかったのである。

そして、この膨大な通貨安定証券を発行・消化するために、韓国銀行は、7社の大手投資金融会社と10社の証券会社を公開市場操作取引対象機関とし、一般顧客への店頭販売と、通貨安定証券を投資対象とする投資信託ファンド

第3表 間接金融資産中短期決済性金融資産の比重推移（残高）  
（単位：10億ウォン）

	1980	1985	1986	1987	1988
預金銀行					
決済性預金（A）	2,614.3	10,727.5	14,157.8	17,574.3	21,858.4
要求払い預金	1,919.9	4,257.8	5,222.2	5,828.9	7,117.7
貯蓄預金	694.4	2,906.5	2,886.8	3,285.9	3,893.8
自由貯蓄預金	—	3,563.3	6,048.8	8,459.5	9,902.2
企業自由預金	—	—	—	—	950.7
総預金（B）	10,496.9	24,504.0	29,813.3	35,529.0	43,626.7
A／B（％）	24.9	43.8	47.5	49.5	50.1
非通貨金融預金					
決済性資産（C）	263.3	2,133.6	2,833.0	6,964.4	10,004.7
要求払い預金	263.3	541.6	632.8	778.0	962.5
企業金銭信託	—	—	—	2,212.4	1,796.7
CMA	—	1,592.0	2,200.2	3,451.6	5,060.8
BMF	—	—	—	522.1	2,184.7
総預受金（D）	5,332.0	25,574.9	34,060.6	47,204.3	63,731.7
C／D（％）	4.9	8.3	8.3	14.8	15.7
A + C	2,877.6	12,861.1	16,990.8	24,538.4	31,863.1
B + D	15,828.9	50,078.9	63,873.9	82,733.3	107,358.4
(A + C)／(B + D)（％）	18.2	25.7	26.6	29.7	29.7

（出所） 第2表に同じ。

第4表 通貨安定証券公募発行推移  
（単位：億ウォン）

	1980	1983	1984	1985	1986	1987	1988
発行	32	2,406	15,140	21,000	44,354	93,830	169,667
償還	—	901	11,059	21,594	16,809	44,671	97,677
残高	32	1,555	5,636	5,041	32,586	81,745	153,735

（出所） 『調査統計月報』（韓国銀行）1987年6月号／韓国銀行『年次報告』ソウル，1987，88年版。

の設定を許容した。すなわち，銀行信託勘定の「企業金銭信託」，証券会社の「通貨債券投資信託」（BMF）<sup>(7)</sup>（企業金銭信託，BMFともに1987年9月から導入されている）であり，これらは，同様に通貨安定証券を投資対象の一部に組み

第5表 M2とM3の対GNP比の推移  
(%)

	M2/Y (平残)	M3/Y (末残)
1981	30.1	51.1
1982	33.5	59.0
1983	34.0	61.0
1984	33.2	64.5
1985	33.3	70.1
1986	33.6	78.1
1987	34.2	87.2
1988	34.7	95.6

(注) M3=M2+非通貨金融機関預受金+債券発行+商業手形売出し+CD+RP

CD: 譲渡可能定期預金証書。

RP: 買戻し条件付き債券売買。

(出所) 『調査統計月報』(韓国銀行) 各号より計算。

入れている投資金融会社のCMAと並び、もっとも配当利回りを良くしたため、人気を呼び急増したのである。このような現象が1986～88年の金融市場の主要な特徴であり、この通貨安定証券の引受けは、「第2金融圏」を中心になされてきた。

それでは、「第1金融圏」である銀行部門は、1986年以降、経常収支黒字による通貨増加が預金増加として流入し、資金が豊富にならなかったのだろうか。

第5表はマネーサプライ(M2)と同じくM3を示したものである。この表から明らかなようにM2のGNPに対する比率はほとんど上昇していないのに引きかえ、M3のGNPに対する比率はほぼ2倍に上昇しているのである。すなわち、銀行部門のシェアがほぼ横這いであるのに対し、第2金融圏のシェアは2倍近く伸びたといえるのである。このように銀行部門の不振<sup>(8)</sup>と対照的に資金規模を拡大してきた第2金融圏が通貨安定証券の引受けを担当するような政策をとったのは、政策当局として止むを得ない措置であった。

次に、個人部門と法人部門の資金運用構造における銀行部門の位置をみて



みよう。

第6表において、もっとも特徴的なことは、個人部門の資金運用対象として、銀行預金のシェアは1986年に28.7%と、単一の項目としては最大であったが、88年には14.1%と半減し、反対に投資受益証券と株式への投資が急増していることであろう。保険、金銭信託、その他預金を合わせた非通貨金融機関（第2金融圏）のシェアは完全に銀行預金のそれを凌駕しているのである。

第6表 個人部門の資金運用（増減額）と調達  
(単位：10億ウォン，%)

	1986		1987		1988		1989	
	金 額	構成比	金 額	構成比	金 額	構成比	金 額	構成比
資金剰余 (A-B)	8,739.5	—	10,891.9	—	11,828.9	—	15,479.1	—
資金運用 (A)	14,297.3	100.0	18,585.8	100.0	23,780.1	100.0	30,881.6	100.0
金融機関預金	10,124.7	70.8	14,595.7	78.5	13,009.1	54.7	17,776.8	57.6
通貨金融機関	4,098.4	28.7	4,858.4	26.1	3,342.7	14.1	3,474.7	11.3
非通貨金融機関	6,026.4	42.2	9,737.3	52.4	9,666.4	40.6	14,302.1	46.3
(保険と年金)	2,789.2	19.5	3,896.9	21.0	4,574.4	19.2	5,691.5	18.4
(信託)	761.0	5.3	840.1	4.5	990.6	4.2	2,850.0	9.2
(その他預金)	2,312.0	16.2	4,283.0	23.0	4,259.9	17.9	5,519.2	17.9
有価証券買入	2,698.4	18.9	2,735.1	14.7	9,353.9	39.3	11,990.6	38.8
(投資受益証券)	1,822.7	12.7	1,239.3	6.7	3,412.4	14.3	4,917.0	15.9
(金融債)	485.2	3.4	144.7	0.8	—	—	—	—
(株式)	253.6	1.8	1,277.3	6.9	3,897.4	16.4	4,769.4	15.4
その他	1,474.2	10.3	1,255.0	6.8	1,417.0	6.0	1,114.0	3.6
資金調達 (B)	5,557.8	100.0	7,693.9	100.0	11,951.1	100.0	15,402.5	100.0
金融機関借入	4,504.7	81.1	6,930.5	90.0	9,778.8	81.8	12,883.6	83.6
通貨金融機関	1,583.0	28.5	2,618.2	34.0	2,520.5	21.1	3,657.8	23.7
非通貨金融機関	2,921.7	52.6	4,312.3	56.0	7,258.3	60.7	9,225.8	59.9
保険借入	883.2	15.9	1,210.0	15.7	—	—	—	—
短資借入	31.0	0.6	195.5	2.5	—	—	—	—
その他借入	2,007.5	36.1	2,906.8	37.8	—	—	—	—
その他	1,053.1	18.9	763.4	10.0	2,172.3	18.1	2,518.9	16.4

(注) (1) 現金、退職給与引当金、未収金など。

(2) 政府借入、企業信用など。

(出所) 『調査統計月報』(韓国銀行) 1989年3月号。

企業部門においては如何であろうか。

企業部門の資金不足は、1980年代にはいり傾向的に解消してきており、とりわけ、86年以降から良好である。すなわち、法人企業の資金不足の対GNP比は、1986年の8.0%、87年7.1%、88年6.6%と改善してきているのである。輸出の好調と利益率の上昇、しかも配当性向の低下、減価償却率の上昇などの要因、および株式発行市場の活況、時価発行の実施による内部留保の増加で自己資金の比重も高まってきている（第7表）。

資金運用においては、活発な設備投資によって、総資金運用中、実物資産のシェアの上昇が顕著であり、不動産価格の上昇を反映して、企業の土地投資が増大していることを示している（第8表）<sup>9)</sup>。

以上のような企業の資金調達・運用の構造を念頭に置いて、まず法人企業の外部資金調達をみると（第9表）、金融機関借入の急減とそれと対照的な証券発行のシェア増大が目覚ましかった。

金融機関、とりわけ銀行からの借入が減少しており、その理由としては、財閥系大企業系列グループへの与信規制と貿易金融の縮小が最大の要因と

第7表 法人企業の外部資金<sup>1)</sup>調達構造（構成比）

(%)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
金融機関借入	46.0	45.4	43.0	68.1	64.1	50.1	42.7	25.7	36.4
銀行借入	23.2	24.9	19.4	24.3	40.4	37.5	20.3	18.1	15.8
非銀行借入	22.8	20.5	23.6	43.8	23.7	12.6	22.3	7.5	20.7
有価証券発行	42.1	50.6	45.7	37.8	34.7	40.6	38.9	55.8	57.3
(株式) <sup>2)</sup>	17.0	27.2	23.5	23.2	14.8	17.4	22.6	32.2	21.8
(会社債)	11.8	16.0	12.9	13.0	18.4	11.1	7.8	7.0	14.4
海外借入	6.6	1.3	9.2	-5.8	0.8	6.5	-0.6	5.9	-0.1
その他	5.3	2.7	2.2	-0.1	0.4	2.8	18.9	12.6	6.3
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	99.9	100.0	99.9

(注) 1) 企業信用、その他金融借入を除く。

2) 出資金を含む。

(出所) 韓国銀行「經常収支黒字転換と金融構造変化」(『調査統計月報』1988年8月号)。

1987年以降は韓国銀行「1989年資金循環動向(暫定)」(『調査統計月報』1990年3月号)より企業信用を除いて計算。

第8表 企業資金運用構成（製造業）  
（％）

	1984	1985	1986	1987	1988
実物資産	56.3	64.1	69.1	64.8	69.7
固定資産	45.8	54.1	57.8	49.7	58.7
(建物・機械)	37.6	39.4	40.9	46.7	49.5
(土地)	4.7	3.3	2.9	3.9	5.7
在庫資産	10.5	10.0	11.3	15.1	11.0
金融資産	43.7	35.9	30.9	35.2	30.3
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

（出所） 第7表に同じ。

第9表 企業資金調達構成（製造業）  
（％）

	1984	1985	1986	1987	1988
自己資金	46.8	46.0	46.8	47.8	65.5
増資と内部留保	17.4	14.2	18.7	21.4	30.8
減価償却と引当金	29.4	31.8	28.1	26.4	34.7
外部資金	53.2	54.0	53.2	52.2	34.5

（出所） 韓国銀行調査第二部『1988年企業経営分析概要』1989年6月。

なっている。その一方で、株式発行による資金調達が最大のシェアを占めるようになってきた。すでに触れたように、株式市況の活況のなかで1988年から実施された時価発行(10%割引率)、および金融機関からの借入金を株式発行によって得た資金で返済するという、政府の直接金融促進政策が功を奏した結果である。

対金融機関預金と借入を、銀行と非銀行に分けてみると(第10表)、銀行預金は1985年をピークに87年まで減少を続けたのに対し、非銀行預金は、とくに87年88年と急増している。1987年は前述した企業金銭信託、BMFが始まった年であり、これらに預金がシフトし、88年は非銀行で大幅な預金超過に転じた。他方、1988年の銀行預金の上昇は、88年12月5日の一部受信金利自由化措置により認められた「企業自由預金」への資金シフトが主要因である。

第10表 企業の対金融機関預金と借入推移

(単位:10億ウォン)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
金融機関 借入 (A)	4,059	5,426	4,347	7,171	7,120	6,205	6,903	4,786.9
預金 (B)	793	673	1,185	2,493	1,354	1,777	3,641	5,542.2
純借入 (A-B)	3,266	4,573	3,162	4,678	5,766	4,428	3,262	-765.3
銀行 借入	2,048	2,877	1,961	2,558	4,488	4,647	3,146	2,835.0
預金	583	322	573	1,162	1,295	869	306	2,243.0
純借入	1,465	2,555	1,388	1,396	3,193	3,778	2,840	424.5
非銀行 借入	2,011	2,369	2,386	4,613	2,632	1,558	3,757	1,951.9
預金	210	351	612	1,331	59	908	3,335	3,299.2
純借入	1,801	2,018	1,774	3,282	2,573	650	422	-1,347.3

(出所) 第7表に同じ。

以上の企業部門の資金調達・運用状況から、銀行借入の水準も漸減している。銀行、非銀行への預金が著しく増大しており、このことから、借入を返済せず、有利な高収益預金に依存している企業の資金運用行動がうかがわれる。

以上、1986年から88年の経常収支黒字化後の金融市場の変化を中心にみてきたが、通貨安定証券の発行の影響が非常に大きかったことが理解されるであろう。

次にこの時期の通貨安定証券をめぐる問題点を指摘しておこう。

まず、第1に、通貨安定証券の償還期間と金利の問題である。償還期間は、1年以内(4日満期～364日満期)と定められているが、特定金融機関に対してそのうち3種(91日, 182日, 364日満期)が発行された。金利については、金融機関売出しに対しては、固定金利とされ、8%, 9%, 10%の3種が定められている。他方、公募発行の形態もあり、そのなかで一般売出し、または競争入札では「利子制限法」による最高限度25%以内となっている。実際には、第2金融圏(銀行信託勘定を含む)を引受け団として各金融機関に割り当てる「引受け売出し」形式で発行されていたが、1988年12月5日の金利一部自由化措置により、競争入札に変えられた。しかし、1989年にはいると、また割当制度に戻った。このような通貨安定証券を期間1年を超える中長期国債に変えることが、いわゆる、マネーサプライの不胎化(sterilization)として

より望ましかったといえるであろう。また、金利でも、市場実勢金利で発行されているとされているが、大量の通貨安定証券を売り捌くためにダンピングせざるを得ない状況であった。

過剰流動性の発生を防ぐために中央銀行がこの通貨安定証券を発行しているが、その残高は1989年に15兆ウォンを超え、仮に年利10%としても(実際はもっと高い)、1兆5000億ウォンにのぼる利子支払いを韓国銀行が行っているのである。これは、そのまま通貨増発となるのであり、インフレ抑制という本来の目的から矛盾する結果であり、改善を要する問題である。通貨安定証券の問題点に関しては改めて、台湾の短期金融市場のところで論ずる。

1970年代まで、第1次石油ショック前後に通貨安定証券が発行された際は、主として銀行部門が引受けを行っていたのが、85年以降、第2金融圏が引受けを担当することとなった。その背景には、政策当局の第2金融圏の与受信金利を高め設定するという第2金融圏育成策が1970年代から継続してとられた結果、80年代にはいると、資金量において、第2金融圏が第1金融圏を凌駕するに至ったからである(前掲第5表)。

銀行部門は、高度成長を実現するため、高投資を誘導する形で選択的信用統制、あるいは政策金融を広範囲に行ってきた結果、銀行部門のオーバーローンが恒常的な状態となった。第2次石油ショックを契機とするスタグフレーション以後、膨大な、いわゆる「不実企業」債権の回収、あるいは、償却が銀行部門の負担として残っていた。しかし、1986年からは企業収益の著しい好転と手元資金の増大が生じたが、すでにみたように、より有利な利回りが得られる第2金融圏に資金が流れる結果となった。政府による財閥系大企業と信規規制策により、大企業を主な対象として銀行借入を返済させ、一方、中小企業向け貸出を増加させる政策がとられてきたが、銀行部門の資金力の増大には至らなかった。銀行部門は受信面からも第2金融圏との競争において不利な立場に置かれていたのみならず、貸出面でもこのような規制を受けシェア低下を余儀なくされてきた<sup>(10)</sup>。

さらに、韓国銀行においても、ほとんどが要件を満たせば自動的に資金が

供給される形態のままであり、いわゆる公定歩合政策としての金利政策は機動的に活用できない状態であった。すなわち、韓国銀行の流動性調節は、支払い準備率の変更と通貨安定勘定および通貨安定証券の売買によりなされているが、前2者はオーバーローンが続く預金銀行に対する政策手段としては効力をもち得なかった。預貸金利の利鞘をできるだけ小さくすることが望ましく、そのような政策をとらざるを得なかった理由は、企業の銀行借入依存度が高いために(オーバーボロイング)、貸出金利上昇は企業のコスト上昇につながる一方、受信金利(預金金利)はインフレと競争金融機関との関係上できるかぎり高めに設定せざるを得なかったからである<sup>(11)</sup>。この結果、薄い利鞘のために、しばしば収益が悪化する銀行に対し、中央銀行が支払い準備率をできるだけ低く維持するという銀行収益を保証する措置をとらざるを得なかった。

したがって、財政均衡主義のもとで国公債の発行が限られた状況で、通貨安定証券の利用が残された唯一ともいうべき通貨調節手段であった。しかしながら、通貨安定証券に依存し続けることにより、さまざまな問題が惹起されることが明らかとなったため、通貨調節を円滑に行うことができるような貨幣市場あるいは短期金融市場の育成が現実の問題として台頭してきたのである。

## 第2節 投資金融会社と短期金融市場

### 1. 投資金融会社の機能

1986年以降の大幅経常収支黒字によるマネーサプライ急増は、金融政策当局も指摘するように、金融政策面でのみ解決される問題ではなかった。総合的なマクロ経済政策の観点から、たとえば海外投資促進措置(海外投資、送金規制の緩和、直接投資支援)など、資金のアウトフローを促す政策もとられて

きた。また、金融市場におけるさまざまなディストーションを解決し、より円滑な資金循環を可能にするような金融市場を形成する必要性が改めて強く認識されることとなった。

そこでまず、本来この短期金融市場の担い手として設立されてきた投資金融会社の機能と短期金融市場の現況と問題を考察してみよう。

投資金融会社は、1972年に相互信用金庫、信用協同組合とともに、私金融市場<sup>(12)</sup>の資金を吸収する目的で設立された。投資金融会社は、短期金融市場を直接担当する金融機関として「短期金融業法」(1972年8月)にもとづいて設立されたのである。

この法律において、投資金融会社の業務は、(1)手形と債務証券の発行、(2)手形の割引と売買、(3)手形の引受けと保証、(4)手形の売買の仲介、(5)上記に付帯する業務で財務部長官が承認する業務、となっており、手形市場 (bill market) を中心としている。しかし、他方、(1)有価証券の売買、(2)有価証券の委託売買、(3)有価証券売買の仲介、または代理、(4)有価証券の引受け、(5)有価証券の募集または売買の取次ぎ、(6)有価証券市場での売買に関する委託の仲介・取次ぎ、または代理、(7)上の各号に付帯する業務、をすることができるようになっている。ただし、当時の韓国投資金融(株)を除き、財務部長官から業務の一部を承認されているが、証券管理委員会の規定により、実質上、証券業務はごく限られた範囲でしか行っていない。

当初、このような広範囲な業務規定が設けられたのは、私金融市場の資金を吸収するという目的の他に、私金融市場とも密接に関係している証券市場を発展させる政策として「証券会社を補完して、資本市場に参加することで、長短期金融市場の有機的な発展を図ることを目的としていたからであった。そして、さらに、長期的に銀行間市場の短期資金仲介者としての役割を遂行するところにも目的をおいて設立された」<sup>(13)</sup>からであった。

このように、当初には、短期金融市場の設立は金融政策の遂行に必要だと意識されていたにもかかわらず、そのための具体的措置はとられていなかった。すなわち、1972年制定の「短期金融業法」、同「施行令」のどこにも、金

融改革,あるいは公開市場操作などに関する文言は見当たらないが,86年すなわち通貨安定証券の大量発行をせざるを得なくなった時期に至って,「短期金融会社業務方法書」(投資金融会社が自社の業務の目的とその範囲を明らかにするために作成し,財務部の認可を得る)のなかで,投資金融会社の業務のひとつとして,「公開市場操作対象証券の売買と仲介業務」が明文化されるようになった。したがって投資金融会社を短期金融市場における公開市場操作に参加させるという政策的意図は,当初は明確でなく,1986年に至り,通貨安定証券の大量発行の必要性に迫られてから明確になったと考えるのが妥当であろう。

次に,投資金融会社がいかなる機能を果たしている金融機関なのか,という問題を考えてみよう。

投資金融会社は,自ら手形を発行して資金調達できることから,銀行預金と競合しかつ侵食していると指摘されてきた。設立期である1972年から79年までは,総手形売出し(投資金融会社の資金調達)のなかで,自己発行手形が50%以上を占め,最高63.6%(74年)にまで達していたが,80年以降は漸減し,86年には10%台まで下がっている。これに対し,企業が発行し得るもののなかでより長期かつ高い信用度の新種企業手形,すなわちCP (commercial paper) の取扱いを1981年に開始し,その後84年に「手形管理勘定」(CMA) の取扱いを始め,これが資金調達面の中心をなすようになった。このCMAは,顧客から受け入れた預金を,CPなど短期金融市場債券に投資運用し,その収益を実績配当する商品である。自己発行手形とCMAは両者とも銀行預金に対する競合商品といえるのである。

設立当初以来,自己発行手形を認められたのは,次の理由によるものであった。すなわち,投資金融会社が割り引く手形は融通手形であり,商業手形と異なって,商品取引の裏付けがないために信用度が劣り,一般顧客に売り出すことが困難であった。その結果,投資金融会社自体の信用に裏付けられた手形を発行して得た資金で,一般企業の手形を割り引くという形態をとらざるを得なかったのである。これは金融機関の「資産交換機能」を意味している。すなわち,金融機関が,最終的借り手の発行する金融商品(本源的証券)



とはリスク特性の異なる金融商品(間接証券)を創出することによって、最終的貸し手に、金融取引にともなうリスク負担を軽減する手段を提供しているのである<sup>(14)</sup>。この間接証券(ここでは、投資金融会社の自己発行手形とCMA)は、まさに銀行預金と同一の機能を果たしていることになる。したがって、このような見方からすれば、投資金融会社のこれら商品のみならず、証券会社のBMF、そして投資信託(投資信託会社、銀行信託勘定)は、銀行預金と類似した機能を果たしているのである。もちろん、これらが「実績配当」であるかぎり、元本価値の保証はない。これは、分散投資のリスク分担によって吸収しきれないリスクは、最終的貸し手自身によって負担されるという意味で、いわゆる、間接金融と直接金融の中間形態にはいる<sup>(15)</sup>。しかし、現実には、銀行預金利子より高い利回りが保証されてきているのであり、上記のリスクはカバーされてきたといい得る。

## 2. 短期金融市場の現況と問題点

韓国の短期金融市場では、コール、CD、商業手形、CP、債券現先、通貨安定証券、財政証券(短期政府証券)などが売買されている。しかし、市場参加者間で一時的資金不足を調節するという本来の短期金融市場、あるいは、貨幣市場として機能しているのはコール市場だけであり、CP、CDなどの短期金融手段は資金調節目的で取引されているというよりは、金融機関の受信(資金調達)手段、あるいは、投資対象(貯蓄)手段として取引されている。すなわちCPは企業金融の手段であり、CDは流通もしておらず、従来の銀行預金のもつ機能をこえているわけではない。債券現先も、証券会社の在庫金融というよりは、投資家に対する貯蓄手段の提供という役割の方が多いのが実情である。債券現先の場合、顧客への売出し額に比べ、顧客からの買入れ額はわずか5%にすぎなかった。同様にCD、商業手形は流通額が発行額のそれぞれ0.2%、0.4%にすぎない。CP(従来の企業手形包含)の場合は、発行額に対して、流通額が42.4%ではあるが、これも決して流通市場が成立しているとは

いえない(1988年9月時点)<sup>(16)</sup>。

流通市場が未発達なのは、第1に、金利規制の結果である。既述したように、短期金融市場の商品に対しては、銀行預金金利より高い金利により資金吸収を図ってきたために、各金融商品ごとに金利格差が存在し、しかも金利水準が硬直的なため、市場需給に応じて金利水準が自由に変化し需給を満たす金利裁定取引が働かないためである。

第2に、より基本的な理由としては、韓国経済の高度成長が継続しているため、設備投資を中心として資金需給が依然として旺盛であったこと、企業の余剰資金が生じてもインフレ期待のもとで実物資産に回っていること、また、企業の資金需要に応ずる銀行、その他金融機関において、資金の偏在が存在し、金融市場全体としては資金不足で、結局、韓国銀行借入を仰がねばならず、とくに政策金融資金貸出が中小企業向けに残っていることがあげられる。

次にコール市場は、金融機関間の満期15日以内の短期過不足資金を調節する市場であり、「場内」と「場外」の市場に分かれている。「場内」市場は、金融決済管理院<sup>(17)</sup>内に設置したコール取引室で集中取引されていた。第11表にみるように、市中銀行(韓国外換銀行を含む)が資金の恒常的かつ最大の取

第11表 場内市場でのコール取引構造<sup>1)</sup>  
(1988年)

	(%)	
	コールローン	コールマネー
市銀と外換銀	27.3	43.4
特殊銀行	18.4	16.2
地方銀行	14.6	12.0
外銀支店	21.3	7.6
開発機関	15.4	0.0
国民投資基金	3.0	—
第2金融圏	—	20.8
計	100.0	100.0

(注) 1) 期間中平残基準(構成比)。

(出所) 第7表に同じ。

り手であり、特殊銀行(中小企銀など)、地方銀行、外国銀行支店、開発機関(産業銀行、長期信用銀行、輸出入銀行)が通常、出し手となっている。実際は、市中銀行の恒常的資金不足を補うために出し手の資金を各市中銀行に割り当てる役割を果たしており、結局、この「場内」市場は、市中銀行の支払い準備不足を調節する市場となっている。1989年3月末で、「場内」市場規模(取引額)5193億ウォン、「場外」市場規模は7858億ウォンであった。これに対し、預金銀行必要支払い準備額は4兆3757億ウォンであるから、「場内」と「場外」を合わせた市場規模の必要支払い準備額に対する比率はわずか30%にすぎなかった(アメリカ、日本はそれぞれ2.5倍、8.7倍)<sup>(18)</sup>。

「場外」市場は投資金融会社を中心に店頭で行われており、市場参加者は、投資金融会社の他に、証券会社、保険会社、相互信用金庫などである。投資金融会社全体の資金不足分は、預金銀行からの借入で補わざるを得ないが、その金利は非常に高い水準が課せられている。

このコール市場の二重構造は、結局、金融市場全体の恒常的資金不足から生じているのである。こうした状況のもとでは、金利自由化は金利の高騰を招き、結局、資金量の割当配分による調整に頼らざるを得ないのである。

コール市場を中心として、短期金融市場は、本来、金融政策を遂行するうえでもっとも重要な役割を果たす。なぜならば、政策当局は各金融機関の資金ポジションをこの短期金融市場を通じて知ることができ、したがって、経済全体に必要な資金を、この市場を通じて金融機関に供給または、そこから吸収して資金量を調節するため、有効な経済政策を行うことができるからである。そのためには、短期金融市場の資金需給の情報を集中把握し、かつ、それを利用して政策的対応をスムーズに行える専門の仲介ブローカーの存在が不可欠である。しかしながら、すでに述べた事情によって、韓国の場合、短期金融市場の金融機関間の資金不足調整の機能がきわめて限られており、それゆえ、ブローカー業務を主たる収益源とする専門仲介機関は成立し得なかった。1989年に政府は投資金融会社6社をコール市場仲介ブローカーとして指定し、すべてのコール取引をこのブローカーを通じて行うよう指導し、

コール市場の統合を図る政策を推進中であるが、目標を達成しているとはいえない。

コール市場が機能するには、何よりも、まず銀行部門が必要支払い準備を超える超過準備、それを第二線準備たる短期金融市場資産形態で保有するほど資金ポジションが緩和し、また短期金融市場における需給均衡の成立が必要である。さらに、韓国銀行の対市中銀行貸出が現在のような自動的貸出の形態をとっているかぎり、市中銀行のオーバーローンは解消せず、超過準備の発生もあり得ない。必要支払い準備を維持し得て、また、時には超過準備が発生し得るほどの状態が経済全体の資金需要に応える貸出量と両立し得るためには、少なくとも銀行部門と非銀行金融仲介機関の受信金利が経済合理的な関係を維持する必要がある。また与信金利も、受信金利の変動にともない変動する体系とならなければ、オーバーローンが生じてしまうのである。このように、金利体系の正常化が何よりも基本的な前提条件とならなければならない。

この点に関し、経済発展段階が類似している台湾の金利体系と比べてみよう（第12表）。

教科書的な標準金利体系は、銀行、中央銀行、および短期金融市場での裁定が働き、市場が正常な場合、期間（満期）構造と流動性プレミアムにマッチした以下のような金利体系となる（<は左辺より右辺が高い金利であることを示している）。

銀行預金金利 < コール金利 < 短期金融市場金利 < 公定歩合 < 銀行貸出金利

台湾の場合は、上記の順序にほぼ対応した金利体系となっているのに対し、韓国の場合は、コール金利（場外）と短期金融（貨幣）市場金利が高くなっており、銀行預金金利とCP（と他の短期金融資産）との金利格差があまりに顕著である。1988年末に至って導入された銀行の「企業自由貯蓄預金」が短期金融市場金利に競争し得る水準になっており、これが創設されるや激しい資金

第12表 韓国と台湾の金利体系（1988年末現在）

（%）

	銀行預金金利	コール金利	貨幣市場金利	公定歩合	銀行貸出金利
台 湾	3大銀行 要求払い預金 1.75～3.5  定期預金 (1ヵ月～1年) 4.00～5.25	場内 場外 (銀行間) 3.92～4.21	CP (発行) 4.68(1-30日)～ 5.94(91-180日)  CP (流通) 4.15～5.23 (同上)	中銀再割引 4.50～5.50	3大銀行 プライムレート 7.00
韓 国	要求払い預金 1～4  定 期 4～6  自由貯蓄 5～11.0	場内 場外 9.2 ～10.27	CP 11.9～12.4 売 買 平均 平均	中銀再割引 8.0	商業手形割引 10

（出所）『中華民国台湾地区統計月報』（中央銀行）1989年3月号／『調査統計月報』（韓国銀行）1989年3月号。

シフトが生じたのも以上の特徴を物語っている。銀行の預貸金利水準が短期金融市場金利に比べて低い水準にある。このように、韓国の金利体系は正常な状態のときの利回り曲線からの乖離が著しく、しかも硬直的である。そして、多くの競争制限的規制のもとで、相対的に有利に設定された金融商品への資金の激しいシフトが生じるのが特徴であり、その意味で、金融システムが不安定であると指摘できよう。

### 第3節 台湾の短期金融市場形成と現況

#### 1. 票券金融会社の設立と短期金融手段（票券）の導入

台湾の貨幣市場、または短期金融市場は、1976年に短期金融市場の専門仲介機関である「票券金融公司」が設立されたことを契機に始まったといえる（しかしここで意味している短期金融市場は、いわゆる非組織的金融市場を含まず、以下に述べるように、組織的金融市場として作られたものを意味する）。票券金融公司の設立以前には、相対の金融機関コール市場があるだけであった。短期資金の融通は民間貸借市場で行われていて、とくに、先日付小切手の割引専門であるいわゆる「地下銭荘」によってなされていた。1974年に中央研究院の6人の学者が短期金融市場の開設を主張し、各界の支持を受けたことが契機となって、経済発展による国民所得の増加、国際収支黒字の定着と拡大、短期金融市場とその金融手段の多様化に対する要求などの経済環境の変化とともに、公開短期金融市場の創設のための種々の具体的措置が取られるようになった。1973年10月に中央銀行は国際収支黒字の急増による過剰流動性を吸収するため財政証券（国庫券）の発行を開始した。短期金融市場創設の具体的制度準備に主導的役割をした台湾銀行は、1975年3月国内ユーザンス信用状（国内遠期信用状）業務と銀行引受け手形業務を開始した。また、同年8月、譲渡可能定期預金証書の発行を開始して短期金融市場手段の多様化と流通の促進を図った。同年12月には、「短期票券取引商管理規則」を制定して、翌年5月に中興票券金融公司が設立された。その主要出資者は台湾銀行、土地銀行、中央投資公司などであり、1977、78年には、同様に、さらに2社が主要公営企業の出資により設立され、これら3社は主要地方都市に20支店（91年9月現在）を設けている。

上記の「管理規則」に列挙されている短期金融会社（短期票券取引商）の業務領域は次のとおりである。

- (1) 財政証券, CD, BA, 引受け商業手形, CPその他財政部が認定した短期債務証券の売買。
- (2) 関係企業財務に対する経営諮問サービス。
- (3) 商業手形の認証 (certification), 引受け, 保証, 裏書。
- (4) 短期金融手段 (票券) と金融機関間コールのブローカー業務。
- (5) 政府債券などの債券ブローカー業務。

以上が台湾の票券金融会社の業務であり, 短期金融市場商品のブローカー, ディーラー業務を担当していることが分かる。

以下, より詳細にその機能をみてみよう。

(1) 短期「票券」保証などの業務: CPの信用を高めるために認証, 引受け, 保証, 裏書業務を行う。CPに対しては無保証, 金融機関保証, 票券金融会社保証の3種類があり, 票券金融会社の保証は全体の10%程度である。CPに対する認証, 引受け, 保証, 裏書には票券金融会社純資産に応じて制限額が定められている。

(2) 「票券」取引の業務: 票券金融会社自体がブローカー, ディーラー手数料と売買差益を得ており, 店頭取引である。ディーラーとして販売, 購入, そして条件付き売買も行っている。

各投資家・投資機関は票券収益に対して分離課税優遇措置を受けることができ, 短期金融市場発展のひとつの要因になった。ディーラー業務に比べブローカー業務はほとんど取引がなされておらず, 銀行間コール市場と政府債ブローカー協会が存在していて, これらのブローカー資格をもっているが, 取引は活発ではない。

票券金融会社に対する規制措置としては次のとおりである。(1)最低資本金 (4億台湾元以上), (2)資本金の100分の5を現金, 政府債, 金融債として, または, 金融機関保証社債を中央銀行に保証金として預け入れる。(3)銀行からの借入期間は30日以下, また, 純資産の6倍を超過してはならない。(4)票券金融会社は, 顧客の票券を保管することはできず, 預金と貸出業務もできない。また, 役員が企業の役員を兼ねている場合, 当該企業の票券を売買する

ことはできない。(5)保証、裏書、売出し残高は純資産額の20倍を超えてはならない。(6)票券金融公司是引受け業務期間外に同一企業に対して保証または保有額が純資産額の100分の20を超えてはいけない。

以上から明らかなように、票券金融公司には株式のブローカー、ディーラー業務が認められておらず、また、資金調達源として自己発行手形、債券発行ができない。したがって、厳格に短期金融市場のディーラー、ブローカー業務に限られているのである。

短期金融市場の発行市場状況は第13表に示されている。CPが最大の比重を占め、銀行引受け手形が1981年以後急激に増え、CPとほとんど同じ水準である。これらが最大のシェアを占めている。しかし1988年以降CDが急増している。

次に、流通市場の状況は第14表に示されている。流通市場取引が、1985年

第13表 各短期金融市場手段発行高

(単位:100万元,%)

	TB		CP		BA		CD		合 計		
	金 額	シェア	金 額	シェア	金 額	シェア	金 額	シェア	金 額	年増加額	年増率
1973	1,200	—	—	—	—	—	—	—	1,200	—	—
1974	3,200	—	—	—	—	—	—	—	3,200	—	—
1975	5,950	88.1	—	—	218	3.2	587	8.7	6,755	3,555	111.1
1976	6,300	51.0	2,025	16.4	1,297	10.5	2,722	22.1	12,344	5,589	82.7
1977	10,700	29.9	12,384	34.6	2,801	7.8	9,911	27.7	35,796	23,452	189.9
1978	11,400	15.0	27,405	36.0	5,385	7.1	31,939	41.9	76,129	40,333	112.6
1979	3,900	3.1	86,468	69.7	7,889	6.4	25,868	20.8	124,125	47,996	63.0
1980	3,600	1.8	155,986	77.9	15,402	7.7	25,304	12.6	200,292	76,167	61.3
1981	3,300	0.9	215,812	57.2	43,585	11.6	114,434	30.3	377,131	176,839	88.3
1982	4,800	0.9	227,332	42.3	156,407	29.1	148,754	27.7	537,293	160,162	42.5
1983	20,600	3.3	248,651	39.8	252,304	40.4	103,115	16.5	624,670	87,377	16.3
1984	57,460	8.1	292,831	41.3	273,256	38.6	85,154	12.0	708,701	84,031	13.5
1985	107,525	13.0	330,398	40.0	298,099	36.0	90,915	11.0	826,937	118,236	16.7
1986	99,300	10.9	442,320	48.6	303,698	33.4	64,999	7.1	910,317	83,380	10.1
1987	65,630	9.1	374,525	51.8	204,167	28.2	78,562	10.9	722,884	-187,433	-20.6
1988	283,000	20.3	440,711	31.6	214,869	15.4	455,592	32.7	1,394,172	671,288	92.9

(注) 1985年11月より甲種TBを含む。

(出所) 『金融統計月報』(中華民国台湾地区) 各号。



第14表 短期金融市場取引額

(単位：100万元、%)

	TB		CP		BA <sup>2)</sup>		CD		公債等 <sup>3)</sup>		合 計		
	金 額	シェア	金 額	シェア	金 額	シェア	金 額	シェア	金 額	シェア	金 額	年増加額	年増加率
1976	4,204	43.2	5,259	54.1	49	0.5	211	2.2	—	—	9,723	—	—
1977	2,682	4.8	48,573	87.2	4,155	7.5	163	0.3	88	0.2	55,661	45,938	472.4
1978	1,643	1.3	121,883	95.1	1,774	1.4	2,738	2.1	74	0.1	128,112	72,451	130.1
1979	7,320	2.1	317,082	92.4	1,843	0.6	14,109	4.1	2,688	0.8	343,042	214,930	167.7
1980	1,153	0.2	695,685	93.0	10,101	1.4	38,423	5.1	2,590	0.3	749,952	406,910	118.0
1981	428	0.0	986,060	84.2	90,340	7.7	93,244	8.0	1,037	0.1	1,171,109	421,157	56.5
1982	3,532	0.2	1,261,858	55.2	717,169	31.4	301,400	13.2	—	0	2,283,959	1,112,850	95.0
1983	4,502	0.1	1,609,058	52.5	1,248,024	40.8	201,032	1.6	—	0	3,062,616	778,657	34.1
1984	8,070	0.2	2,061,401	51.7	1,554,409	39.0	343,600	8.6	19,906	0.5	3,987,386	924,770	30.2
1985	29,388	0.8	2,054,181	58.2	1,144,342	32.4	265,013	7.5	38,443	1.1	3,531,367	-456,019	-11.4
1986	76,442	2.2	2,173,092	61.4	1,071,404	30.3	183,577	5.2	32,266	0.9	3,536,781	5,414	0.2
1987	253,113	7.1	2,269,281	63.8	836,771	23.5	152,086	4.3	44,459	1.3	3,555,710	18,929	0.5
1988	568,723	12.2	2,417,397	51.9	597,854	12.8	1,036,022	22.2	40,051	0.8	4,660,047	1,104,337	31.1

(注) 1) 売出し・買入れ額の合計。

2) 引受け商業手形を含む。

3) 金融債、社債、国公債を含む。

(出所) 第13表に同じ。

にマイナス成長になったのは、協同組合（第十信用合作社）と国泰投資信託の不正貸出事件で発覚した金融スキャンダルが大きく影響を及ぼしている。しかし、この事件は、当局の強力な介入と金融界の協力によって収まった。流通市場においてもCPが過半を占めて最大のシェアを保有しており、次いで銀行引受け手形、引受け商業手形が占めている。しかし、CDが1988年以降急増しており、さらに89年の新銀行法施行により預貸金利の完全自由化がなされ、銀行間の競争が激化した。

票券金融会社のバランスシートは第15表に示されている。資産側では、CPの比重がもっとも高く、次いでCD、TBである。1985年以降、TBなどが急速にシェアを伸ばしたのは、国際収支黒字による通貨供給を吸収するためにTBと中央銀行発行の「貯蓄券」が急増したためである。負債側では、銀行からの借入が1983年以降、拡大し定着している。

票券金融会社の票券売買対象は、銀行がもっとも多く、1982年以降、60%

第15表 票券金融公司資産負債合計

(単位: 100万元, %)

年末	投 資								合 計		現 金 と 銀行預金		資産残 額＝負 債残額	借 入 金		その他項目	
	国公債など		CD		CP		BA				金額	シェア		金額	シェア		
	金額	シェア	金額	シェア	金額	シェア	金額	シェア	金額	シェア						金額	シェア
1976	234	63.9	—	—	6	1.6	125	34.2	365	99.7	1	0.3	366	75	20.5	291	79.5
1977	171	17.9	1	0.1	45	4.6	756	77.4	973	99.7	3	0.3	977	520	53.2	457	46.8
1978	138	10.4	43	3.2	1,089	82.1	45	3.4	1,315	99.1	12	0.9	1,327	610	46.0	717	54.0
1979	117	7.1	64	3.9	1,271	77.1	46	2.8	1,498	90.8	151	11.3	1,649	820	49.7	829	50.3
1980	83	1.8	185	4.0	3,603	78.4	204	4.4	4,075	88.7	520	17.2	4,595	3,156	68.7	1,439	31.3
1981	130	2.0	988	19.3	2,664	52.1	477	9.3	4,232	82.8	878	45.6	5,110	1,414	27.7	3,696	72.3
1982	115	3.6	60	1.9	1,173	36.2	413	12.8	1,761	54.4	1,475	19.0	3,236	874	27.0	2,362	73.0
1983	230	3.1	138	1.8	2,765	36.8	2,889	38.5	6,022	80.2	1,488	19.8	7,511	4,965	66.1	2,546	33.9
1984	295	3.7	104	1.3	3,916	49.0	1,627	20.3	5,942	74.3	2,051	25.7	7,993	5,523	69.1	2,470	30.9
1985	3,307	31.6	406	3.9	3,705	35.5	1,039	10.0	8,457	81.0	1,983	19.0	10,440	7,913	75.8	2,527	24.2
1986	3,920	31.3	297	2.4	5,536	44.2	1,420	11.3	11,173	89.2	1,341	10.7	12,515	8,989	71.8	3,526	28.2
1987	4,195	26.0	607	3.8	8,150	50.6	1,504	9.3	14,456	89.7	1,650	10.2	16,106	12,584	78.1	3,552	21.9
1988	3,262	19.0	2,252	13.1	6,349	37.0	1,151	6.7	13,014	75.8	4,150	24.2	17,165	12,884	78.1	4,281	21.9

(注) 1) 国債・金融債・社債を含む。

(出所) 第13表に同じ。

台であり、次いで民営企業の20%台であり、この両者を合わせると70～90%を占めており、この他に、公営企業、個人、信託投資公司、保険会社、票券金融公司がある。しかし、銀行を対象にした取引が急激に減少した。例をあげると、1987年に銀行のシェアが21.6%、88年には27.6%であった。これに対し、民営企業は各々52.5%、42.5%になっていた。これは1987年後半から継続してきた流動性吸収のためのTB、中央銀行CDなどの発行により銀行部門の準備ポジションがタイトになり、超過準備の運用対象としての票券買入れを減少させた結果であった。

## 2. 短期金融市場の状況

まず、コール市場についてみると、台湾の場合も、実質的にいわゆる「場内」と「場外」の2市場に分かれている。前述した「規則」によって票券金融公司がコールブローカーとしての役割を果たさねばならないが、これはな

されていない。銀行間のコール市場は同業コールセンターで一定の条件、すなわち、預金業務を行い、中央銀行支払い準備口座を保有しているという条件を満たす銀行のみで行っている。票券金融公司、信託投資公司はその資格をもっていないためである。また、コールセンターのメンバーは10日ごとに借りることができるコールマネーの総額がその期間の法定準備額を超過することができないために、外国銀行支店はコールマネーを十分に借りることができない状況である。このような理由から現在、外銀、投資信託会社、票券金融公司側と国内銀行側との間で「場外コール」取引がなされている。この場外コール金利は、銀行間コール金利を勘案して決められているが、金利格差はほとんどない。

各票券の流通市場は、1980年以後、金利自由化により市場金利が形成され、機能しているといえよう。

財政証券 (TB) の取扱いに対しては票券金融公司を含め、18の金融機関がブローカー資格をもっているが、中央銀行による通貨調節用財政証券の発行によって、とくに票券金融公司が活発に流通市場を形成している。票券金融公司は中央銀行の公開市場操作を担当しているのである。

CDも1980年に金利が自由化されて以来、発行量が増えたが、85年以後、銀行資金市場の緩慢化により預貸金利が接近したために高コストのCD発行は減少した。

CPは保証発行が原則だったが、無保証CPも発行額全体の4分の1程度に増えている。無保証CPを発行することができるのは、公営企業と取引所一部上場企業で財務構造が健全な企業に限られている。

CPの期間は3カ月以内が過半を占めている。競争金利である銀行短期貸出金利（無担保）より低い金利でCPは発行されており、企業の短期資金調達手段として銀行貸出に対する有力な競合相手となっている。

銀行引受け手形、そして規模ははるかに小さいが引受け商業手形の流通市場金利は、銀行の手形割引金利と競合している。

また、銀行の準備ポジションの変化は、短期金融市場に大きな影響を与え

ているといえよう。

### 3. 韓国の短期金融市場との比較

以上述べたように、台湾の短期金融市場の中核となっている票券金融会社の機能と韓国の投資金融会社のそれとは次のような点で類似し、また異なっていることを確認しておこう。

まず、台湾の票券金融会社が信用の確実な短期金融市場手段の取扱いにその業務を限定しているのに対し、韓国の投資金融会社は短期金融市場の範疇にはいつていない広範囲な業務まで取り扱っている。とくに、票券金融会社が取り扱うことができるのは満期1年未満の債券と手形であり、株式と中長期の公社債取扱いと保有ができない。また、自己発行手形の発行、CMAのようなマネーマーケットファンドの取扱いもできない。票券金融公司の問題点としては規模の大きい銀行間コール取引の取扱いに参入できないことがあげられる。

第2には、短期金融市場金利は台湾の場合、完全自由化されていて流通市場も活発なことである。この結果、金融政策として公開市場操作が十分だとはいえないにしても、ある程度可能になっている。通貨調節用中央銀行債務(CD、貯蓄券)、財政証券(TB)も市場実勢に合わせ発行されており、そして、CD、貯蓄券は、6カ月、1年、2年、3年という多様な満期構造をもっている。1年以上の償還期限をもつ債券が発行できることは短期的な過剰流動性の吸収手段、すなわち、流動性の不胎化手段として適切である。

第3に、韓国と台湾の短期金融市場の規模をみると、韓国の通貨安定証券とCPが台湾に比して大きく、その違いが短期金融市場の規模の違いとなっている(第16表)。また、台湾の預金銀行の金融機関全体に占めるシェアは、63.7%(1988年9月)であるのに、韓国は47.0%にすぎない。M2/Yをみると、台湾は143.7%であるのに対し、韓国は39.6%にすぎない。韓国では、預金全体のなかで、短期性預金の占めるシェアが1980年代後半顕著に増加して

第16表 短期金融市場規模 (1988年)

	韓 国		台 湾	
	金額(10億ウォン)	対GNP比	金額(1億元)	対GNP比
財 政 証 券	18,466.7	14.9	1,970	5.8
(通貨安定証券)	(16,966.7)	(13.7)		
C P	12,330.7	10.0	858	2.5
C D	1,753.3	1.4	435	1.3
B A			1,536	4.5
R P	2,289.2	1.9		
計	34,839.9	28.2	4,799	14.1

(出所) 第12表に同じ。

おり、このような現象と短期金融市場のシェアを合わせ考えると金融市場資産の短期化が進んでいるといえるのであり、それだけ金融市場の不安定さをもたらしているのである。

## 結 び

以上、まず、韓国の1986年から88年までの3年間を中心とした各経済主体の資金需給構造を分析し、韓国の金融市場において金融資産の短期化が進んだこと、そして、その最大の要因が経常収支の大幅黒字化により生じた資金の金融市場への流入を吸収するために発行した通貨安定証券に起因することを明らかにした。次いで、韓国の短期金融市場の中心的役割を果たす投資金融会社の機能を分析し、通貨安定証券の大量発行を契機にその引受けを促進させる過程で要請されるようになった役割を明らかにし、短期金融市場の育成の必要性に関する認識が高まった理由を説明した。

短期金融市場が金融政策にとって重要な役割を果たす機能を帯びていることから、投資金融会社の重要な役割のひとつもそこにあるのである。そこで政策当局は、短期金融市場を発展させるために、投資金融会社のコールブロー

カーとしての機能を強化し、専門仲介機関として育成する方向にある。しかし、すでに述べたように、多くの解決せねばならない前提がある。

投資金融会社の与受信業務をはじめとして、第2金融圏のそれが銀行より優遇されてきた経緯により、第2金融圏が第1金融圏より資金の獲得に関して優位に立っていることから起きた銀行の相対的シェア低下は、依然として重大な問題を投げかけている。その遠因を辿れば、1960年代から70年代まで継続されてきた「政府主導型」の資金配分方式のもとで実物経済の発展を第一義的目標とした結果、銀行部門に対する政府による広範かつ徹底した規制が行われ、それから生じたフィナンシャル・リプレッションと称される銀行部門の資金量の伸び悩み、低収益、業務、人事面での制約等々の継続である。これは、中央銀行の金融調節方式も依然として「政策金融」的形態をとり続けていることから生じている問題である。しかし、さらに、その究極的原因を求めれば、実物経済における成長圧力が継続し、一時的変化があるにせよ、高い投資需要からくる金融市場における需給の不均衡である。このような環境下で、金融市場の均衡した発展を実現するためには、政策的に補完していく必要のある部門への政策金融を除外して、やはり、金利機能の活用と金利体系の正常化がまず前提とされねばならないと思われる。受信金利が依然として規制金利である現状において、政策的に決定される金利といえども、ある程度正常な利回り曲線を反映した形で決められることが、各金融機関のバランスのとれた発展のための基本的条件だからである。すでに、規制金利と自由金利の二元化が生じている現在、いっそうその必要性があると思われる。

以上、1988年までの経常収支黒字化が金融市場に及ぼした影響を分析してきた。1989年以降の動きについて、簡単に触れておこう。それ自体多くの問題点を内包しており重要なテーマである。すなわち韓国は、1991年に投資金融会社の業種転換を進める政策を打ち出し、その結果、ソウルに本社をおく10社を対象に銀行と証券会社への転換を推進し、残るソウル本社投資金融会社は、短期金融市場専門仲介機関として従来の業務を短期金融業務に集約し、

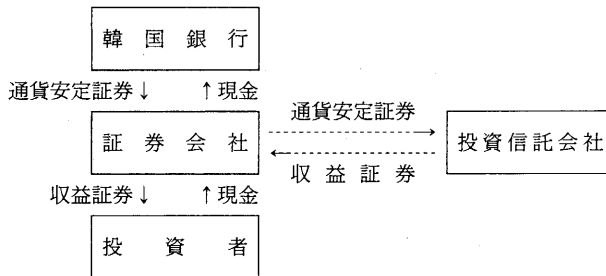
一方、地方本社投資金融会社を総合金融会社に転換する政策をとったのである。投資金融会社の銀行類似機能を分離廃止し、短期金融市場専門仲介機関としての役割に限定するというものである。そして、さらに企業発行のCPの投資金融会社による購入（割引）・販売を制限し、代わりにそれを投資家に仲介する手形仲介業務を積極的に推進させることにし、現在この仲介業務自体は成功裡になされている。しかし、この仲介業務が可能なCPは大企業発行のものに限られるなど問題点も多く今後の推移を見守る必要がある。

最後に、台湾については、1972～73年に経常収支黒字が急増したときに政府短期証券を発行して流動性の吸収につとめた。さらに、1974年に中央研究院の研究者たちの建議が契機となり短期金融市場の創設がなされた。すなわち、専門仲介ブローカーである「短期票券商」の設立と短期金融手段である「票券」の導入がそれである。台湾の特色は、当初よりブローカーが短期金融手段の取扱いに限定して設立されていることであり、韓国が、1986年以降同様な方向に向かっていることに比べ対照的である。また、短期金融市場金利が、1980年以降自由化されており、その結果、流通市場が機能しているといえる。過剰流動性吸収のために発行された中央銀行貯蓄券などは、1年以上の償還期限をもち流動性の不胎化としての役割を果たせたといえるのに対し、韓国の通貨安定証券は、1年未満であり、不胎化手段としては必ずしも成功したとはいえない。このような相違がでたのは、台湾と韓国の金融資産の蓄積状況の差によるのであり、金融機関と投資家が長期資産を選好するようになっているかどうかということに帰着するのである。

〔付記〕 本章を草するにあたって多大な御協力をいただいた朴在潤（前ソウル大学教授）、金秉柱（西江大学教授）、南相祐（韓国開発研究院副院長）、崔元錫（全国投資金融協会投資金融経済研究所室長）、鄭世松（中国国際商業銀行総経理）、柯飛樂（中国輸出入銀行総経理）、齊寧媛（中興票券金融公司副総経理）、陳木在（財政部金融局長）の諸氏に深甚なる感謝の意を表します。

〔注〕

- (1) 朴在潤「金融自由化と業務領域調整」(『金融自由化と業務領域調整』金融研究会, 1989年) 18ページ。
- (2) この中には、北部を故郷とする人々を株主とする同和銀行が含まれる。
- (3) 法的には「短期金融業法」(1972年8月17日法律第2339号)により設立されたので短期金融会社と呼ばれる。1971年に商法上の株式会社として韓国投資金融(株)が営業を開始し、同社が、この法律により短期金融会社として認可されて以来、続々と設立され、最多時32社が存在した。短期金融会社は投資金融と称するのが普通であり、それゆえ「投資金融会社」と呼び、また日本の短期金融市場の仲介業者である「短資会社」とその業務に近いことから「短資会社」とも称する。しかし、これから明らかにするように、日本の短資会社とは多くの点で異なり、また、その業務範囲は法的には証券業務をも含むので、「投資金融会社」と呼ぶのが適切であると思われる。
- (4) 銀行信託勘定を含んでいる。
- (5) 投資金融会社の手形管理口座(CMA: cash management account)、銀行信託勘定の企業金銭信託、証券会社の通貨債券投資信託(BMF: bond management fund) (後述)。
- (6) 通貨安定証券は、通貨安定証券法で、現在、M2の50%以内と定められており、通貨安定証券の発行を続けるには制約が存在する。
- (7) 証券会社が韓国銀行から引き受けた通貨安定証券を投資信託に組み入れ、投資信託会社から、収益証券の交付を受け、通帳形式で窓口販売するものである。



- (8) もちろん、このような銀行預金の著しい伸び悩みに対する対策として、1982年に一般銀行に信託業務が認可され、銀行が主として金銭信託に限られている



信託業務を始めており、とくに前述した「企業金銭信託」は急上昇している。しかし、後述するように、銀行貸出は政府の財閥グループに対して伸びておらず、与信面でも制約が存在している。

- (9) 1989年にはいり、ウォンの切上げによる輸出不振、労使紛争のため企業収益が悪化し、企業部門の資金不足は拡大しているが、投資の伸び率が急激に鈍化した分、企業の金融資産運用規模は大幅に増加している（1989年第1四半期資金循環動向〈暫定〉）。
- (10) 銀行部門に対しても「第1ラウンド」の金融自由化で、信託勘定の許容、以後とくに1987年の企業金銭信託、そして、88年に銀行勘定での「企業自由貯蓄預金」などを認めており、競争上、不利にならないような政策的配慮が全くなわけではない。
- (11) より詳しくは、伊東和久「韓国、台湾の金融政策と企業金融」（『アジア経済』第28巻第12号、1987年12月）参照。
- (12) 私金融市場、あるいは私債市場については、谷浦孝雄「韓国の工業化と私金融問題」（『アジア経済』第15巻第3号、1974年3月）参照。
- (13) 全国投資金融協会『短期金融市場의現況과課題』ソウル、1984年、5ページ。
- (14) 池尾和人『日本の金融市場と組織』東洋経済新報社、1985年、35ページ。
- (15) 同上書、49ページ。
- (16) 韓国銀行「短期金融市場의現況과機能活性化法案」（『調査統計月報』1989年4月号）。
- (17) 銀行間手形決済などの事務を集中的に行う機関である。
- (18) 韓国銀行、前掲論文。